

ДИАГНОСТИКА НА РИСКА ЧРЕЗ ИКОНОМИЧЕСКИ МЕТОДИ

СЪДЪЖАНИЕ

1. Увод.....	3
2. Използване на пирамидалния факторен анализ за оценяване на пазарния, производствения, финансовия и общия риск във фирмата.....	...4
3. Използване на оперативния и финансовия ливъридж за измерване и оценяване на риска във фирмата.....	7
4. Възвръщаемост и риск в някои водещи предприятия през периода на приватизацията - състояние и тенденции в изменението им...	13
5. Заключение.....	.22

1. Увод

Икономическият анализ е неразделна част от мениджмънта в бизнеса. Той е междинен етап в процеса на управление между събирането на информация и вземането на управленско решение. Чрез неговото използване се създава възможност да се разкрият връзките и взаимозависимостите между различните стопански явления и факторите, които ги обуславят, както и да се вникне в същността на параметрите на стопанската дейност. Икономическият анализ служи не само като база за вземането на едно или друго управленско решение, но и лежи в основата на разработването и реализирането на стопанската стратегия, която фирмата ще следва за по-кратък или по-дълъг период.

Една част от резултатите от анализа се използват за текущо регулиране, контрол и ръководство на стопанската дейност, а друга – за разработване на управленски решения за развитие на фирмата в перспектива.

Анализът трябва да бъде насочен не само към разкриване състоянието на дадена фирма, но и към изследване на промените, които са настъпили в течение на времето. В него следва да се направи сравнителна и обективна оценка за мястото, което фирмата заема в дадена структура – по място на пазара, обем, ефективност и др.

С помощта на анализа трябва да се подготвят различни варианти на управленски решения. На тази основа могат не само да се изследват, но и да се оптимизират и прогнозират насоките на развитието на фирмата в перспектива. Използването на анализа в стратегическото и тактическото управление на стопанската дейност ще доведе до засилване на нейната гъвкавост и адаптивност, на възможността и бързо да реагира при настъпване на рискови събития и успешно да им противодейства.

Бизнесанализите имат свой предмет на дейност, свои реални обекти в пазарния бизнес, свой инструментариум и аналитична технология. За решаването на посочените по-горе задачи е необходимо широко приложение да получат следните по-важни видове анализи: статичен, динамичен, сравнителен, структурен, диагностичен и количествен, оптимизационен и прогностичен. Тези разновидности на бизнесанализа са надеждно средство както за извършване на предварителни и детайлни обосновки на управленските решения с цел тяхното оптимизиране и издигане на нивото на мениджмънта, така и за предвиждане, избягване и неутрализиране на рисковете, които неизменно съпътстват всяка стопанска дейност.

2.Използване на пирамидалния факторен анализ за оценяване на пазарния, производствения, финансовия и общия риск във фирмата

Този модел има две страни – равнище на анализа и показатели за анализ на съответното равнище. Това е пирамидален анализ, защото става пирамидално разлагане на показателите от по-горното равнище на техните елементи от по-долното равнище. Тръгва се от най-обобщаващия показател за финансовото състояние и се стига до много конкретни показатели. Получава се твърде подробна картина на финансово-икономическото състояние, като се използва взаимозависимостта между показателите на отделните равнища.

Обобщаващият показател, изразяващ ефективността от стопанската дейност на фирмата, е показателят „възвръщаемост на собствения капитал“. Той се формира в зависимост от два или три фактора:

$$ROE = ROI \cdot L = PM \cdot TAT \cdot L$$

$$/ROI = PM \cdot TAT/ \quad , \text{ където}$$

ROE – възвръщаемост на собствения капитал;

ROI – възвръщаемост на активите;

PM – нетна рентабилност на продажбите;

TAT – обръщаемост на активите;

L – множител на собствения капитал.

„Възвръщаемостта на собствения капитал“ се получава като произведение на три факторни показателя – рентабилност на продажбите, обръщаемост на активите и множител на собствения капитал /мултипликатор на финансовия ливъридж/, изразяващ ефекта на лоста.

На базата на долупосочената зависимост от мултипликативен тип може да се направи количествен факторен анализ на влиянието на посочените факторни показатели върху резултативните показатели – възвръщаемост на активите и възвръщаемост на собствения капитал:

$$\begin{aligned} & (\text{Нетна печалба} / \text{Собствен капитал}) \cdot 100 = \\ & = (\text{Нетна печалба} / \text{Продажби}) \cdot 100 \times \text{Продажби} / \\ & \text{Активи} \times \end{aligned}$$

$\times$ Активи / Собствен капитал, където:

$(\text{Нетна печалба} / \text{Продажби}) \cdot 100$ – изразява пазарната ефективност на бизнеса;

$\text{Продажби} / \text{Активи}$ – изразява производителността на активите;

$(\text{Нетна печалба} / \text{Активи}) \cdot 100$ – изразява производствената ефективност на бизнеса;

$(\text{Нетна печалба} / \text{Собствен капитал}) \cdot 100$ – изразява общата ефективност на бизнеса;

$\text{Активи} / \text{Собствен капитал}$ – мултипликатор на финансовия ливъридж.

Измерването и оценяването на различните видове риск са пряко и непосредствено свързани с разгледаните обобщаващи показатели за възвръщаемостта на капитала във фирмата.

Общият риск във фирмата се измерва чрез промените във възвръщаемостта на собствения капитал. Общият риск се детайлизира на бизнес /производствен/ риск и на финансов /кредитен/ риск.

Бизнесрискът е свързан с несигурността на бъдещите доходи, произтичащи от характера на фирмения бизнес. Той се измерва с промените във възвръщаемостта на активите /капитала/ като цяло. Бизнесрискът от своя страна зависи от пазарния риск и от риска, свързан с производителността /обръщаемостта/ на активите. Пазарният риск е предизвикан от пазарната ефективност на фирмата и намира израз в изменението на рентабилността на продажбите.

Финансовият риск във фирмата е свързан с несигурността, причинена от избрания метод на финансиране. Той намира израз в изменението на печалбата, произтичащо от плащането на лихвите по получените банкови кредити. Колкото брутна печалба преди лихви е по-голяма от величината на дължимите лихви, толкова мултипликаторът на финансовия ливъридж играе по-положителна роля за нарастване нормата на дохода на собствениците /възвръщаемостта на собствения капитал/. Използва се т.нар. ефект на финансовия лост. Основна причина за реализирането на финансова ефективност е по-ниската цена на заемния капитал. Често обаче цената на заемния капитал може да се окаже твърде висока. Тогава реализираната брутна печалба не може да покрие направените разходи за лихви и дължимите данъци и това е източникът за възникване на финансов риск за фирмата.

Измерването и оценяването на посочените видове риск във фирмата може да стане по три начина:

1.Изменение на фактическия резултативен показател спрямо поставената планова цел – използва се, когато е налице фирмено планиране:

$$ROE_{\text{ф}} \geq ROE_{\text{Пл. цел}} ;$$

2.Изменение на фактическия резултативен показател пряко дадено еталонно /стандартно/ ниво – използва се при наличие на такива еталонни показатели или като за стандартно ниво се приеме средната пазарна възвръщаемост на капиталовия пазар:

$$ROE_{\text{ф}} \geq ROE_{\text{Паз.възвр.}} ;$$

3.Изменение на фактическия резултативен показател спрямо достигнато базисно ниво – използва се, когато целта е да не се допусне намаление на капитала на фирмата и на достигнатото ниво на обобщаващите показатели за ефективност:

$$ROE_{\text{ф}} \geq ROE_{\text{Б}} > 0$$

При сравняване на разгледаните показатели за оценяване на риска с плановата цел, еталонното или базисното ниво, ако е налице нарастване – това се оценява като шанс за фирмата, а ако е налице понижение – риск за фирмата.

Освен по посочените начини оценката на риска във фирмата на базата на пирамидалния анализ на

обобщаващите показатели за ефективност на тяхната дейност може да се направи и чрез разкриване на ролята на локалните видове риск и тяхното влияние върху общия риск.

В таблица 1 на база стойностите на абсолютните показатели за фирма А и фирма Б са изчислени показателите за ефективност на двете фирми:

Таблица 1

№	Показатели	Мярк а	Фирма А	Фирм а Б
	<i>I. Абсолютни показатели</i>	Хил.л в		
1.	Брутна печалба преди данъци		24 780	10 280
2.	Лихви по кредити		15 504	28 0
3.	Нетна печалба		- 830	10 000
4.	Продажби		522 070	50 089
5.	Активи		412 119	19 122
6.	Собствен капитал		191 664	14 663
7.	Привлечен капитал		220 445	4 459
	<i>II. Показатели за ефективност</i>			
1.	Нетна рентабилност на продажбите = = (Нетна печалба / Продажби) . 100		- 0,15	19,9 6
2.	Обръщаемост на активите = = Продажби / Активи		1,2 6	2,6 2
3.	Възвръщаемост на активите = = (Нетна печалба / Активи) . 100		- 0,20	52,2 9
4.	Мултипликатор на фин. ливъридж = = Активи /Собствен капитал		2,1 5	1,30 4
5.	Възвръщаемост на собствения капитал=		- 0,43	68,2 0

	= (Нетна печалба/Собствен капитал).100			
--	--	--	--	--

Зависимостта на възвръщаемостта на собствения капитал от факторните показатели от мултипликативен вид съгласно данните в таблицата е следната:

$$\text{Фирма А } -0,43 = -0,15 \cdot 1,26 \cdot 2,15 = -0,20 \cdot 2,15$$

$$\text{Фирма Б } 68,20 = 19,96 \cdot 2,62 \cdot 1,304 = 52,29 \cdot 1,304$$

Данните показват, че фирма А работи при по-голям бизнес и финансов риск. Причини за ниската производствена ефективност / -0,20 / са ниската пазарна ефективност / -0,15 / и незадоволителната обръщаемост на активите / 1,26 /. Големият финансов риск се дължи на негативната капиталова структура и големите разходи за лихви.

В резултат на това мултипликаторът на финансовия ливъридж носи негативен ефект за фирмата. На тази основа големият бизнесриск и големият финансов риск са довели до нарастване и на общия риск на фирмата и до понижаване на възвръщаемостта на собствения капитал / -0,43 /. Фирма А работи изцяло в зоната на риска.

Фирма Б е имала добър шанс и е постигнала много високи резултати. Тя обаче недостатъчно е използвала възможностите на ефекта на лоста /мултипликатора на финансовия ливъридж/ за постигане на още по-висока възвръщаемост на собствения капитал. Фирма Б се намира изцяло в зоната на сигурността.

3.Използване на оперативния и финансовия ливъридж за измерване и оценяване на риска във фирмата

Показателите за оперативния и финансовия ливъридж могат да се използват като бързо и надеждно средство за измерване и оценяване на бизнесриска и на финансовия риск във фирмата.

Ролята на оперативния ливъридж се основава на действието на закона за масовото производство и произтичащия от него ефект на мащаба или ефект на лоста.

Съгласно този закон разходите за производство на единица продукция се намаляват, когато се увеличава количеството на произведената продукция, а делът на постоянните разходи остава неизменен. И обратно – разходите за производство на единица продукция се увеличават, когато се намалява количеството на произведената продукция, а делът на постоянните разходи остава неизменен. Законът действа по-силно при нарастващи постоянни разходи и по-слабо при намаляващи постоянни разходи.

Освен действието на този закон, ролята на оперативния ливъридж се основава на пропорцията между постоянните и променливите разходи във фирмата и влиянието им върху печалбата при изменение на обема на продажбите.

Оперативният ливъридж е мярка за степента, до която са били използвани постоянните разходи в една фирма. Висок оперативен ливъридж имат фирми с големи постоянни разходи спрямо променливите. Затова печалбата при тях е много чувствителна към промените в продажбите.

Показателят за оперативен ливъридж /DOL/ или /ОЛ/ може да се изчисли по два начина:

1. Като отношение между покриваемия принос /предела на печалбата/ и брутната печалба от дейността /оперативната печалба/ или като отношение на разликата между приходи и разходи за дейността и печалбата от дейността:

$$\begin{aligned} \text{ОЛ} &= \text{Покриваем принос (Предел на печалбата)} / \text{Оперативна печалба} = \\ &= \text{СМ} / \Pi_{\text{оп}} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{ОЛ} &= (\text{Продажби} - \text{Променливи разходи}) / \text{Оперативна печалба} = \\ &= (\text{TR} - \text{TVC}) / \Pi_{\text{оп}} \end{aligned}$$

2. Като отношение на промените в оперативната печалба към промените на приходите от продажбите:

$$\text{ОЛ} = \text{Изменение на оперативната печалба} / \text{Изменение на приходите от продажби} = \Delta \Pi_{\text{оп}} / \Delta \text{TR}$$

Покриваемият принос или пределната печалба се изчислява като разлика между приходите от продажби и променливите разходи, направени за тях, т.е. той включва цялата величина на постоянните разходи и желаната /очакваната/ печалба, които трябва да бъдат покрити от цената на реализираната продукция.

Оперативната печалба се изчислява като разлика между приходите от продажби и разходите за тях /пълна себестойност/.

Оперативният ливъридж може да се възприеме като измерител на системния бизнесриск във фирмата. Колкото по-голяма е величината на оперативния ливъридж, толкова по-голяма е пропорцията между постоянните и променливите разходи и толкова по-силно е влиянието на изменението на обема на продажбите върху изменението на оперативната печалба.

Използването на оперативния ливъридж за измерване и оценяване на риска е илюстрирано в Таблица 2 с данните за фирма А и фирма Б:

Таблица 2

Показатели	Мярка	Фирма А		Фирма Б	
		Общо	%	Общо	%
1.Продажби	Хил. лв.	10 000	100	10 000	100
2.Променливи разходи		5 000	50	2 000	20
3. Покриваем принос / предел на печалбата/		5 000	50	8 000	80
4. Постоянни разходи		3 000		6 000	
5. Брутна печалба / оперативна печалба/		2 000		2 000	

Степента на оперативния ливъридж е следната:

$$ОЛ_A = \text{Покриваем принос}_A / \text{Оперативна печалба}_A = 5000 / 2000 = 2,5$$

$$ОЛ_B = \text{Покриваем принос}_B / \text{Оперативна печалба}_B = 8000 / 2000 = 4$$

Изчисленото съотношение „покривем принос – оперативна печалба“ показва, че във фирма А за реализиране на всяка единица оперативна печалба е необходим 2,5 пъти по-голям покриваем принос, а във фирма Б на всяка единица оперативна печалба е необходим 4 пъти по-голям покриваем принос.

Чрез оперативния ливъридж може да се даде бърза индикация за ефекта на различните промени в продажбите върху печалбата. Така например, докато във фирма А увеличението на продажбите с 1% ще доведе до увеличение на оперативната печалба с 2,5%, то във фирма Б увеличението на продажбите с 1% ще доведе до увеличение на оперативната печалба с 4%. Ако в тази фирма продажбите нараснат с 5%, оперативната печалба ще нарасне с 20% и обратно, намалението на продажбите с 5% ще доведе до намаление на оперативната печалба с 20%. Във фирма А увеличението на продажбите с 5% ще доведе до увеличение на оперативната печалба с 12,5% - Таблица 3.

Таблица 3

Показатели	Мярка	Фирма А		Фирма Б	
		Общо	%	Общо	%
1.Продажби	Хил. лв.	10 500	100	10 500	100
2.Променливи разходи		5 250	50	2 100	20
3. Покриваем принос / предел на печалбата/		5 250	50	8 400	80
4. Постоянни разходи		3 000		6 000	
5. Брутна печалба / оперативна печалба/		2 250		2 400	

Прираст на продажбите във фирма А и фирма Б – 5%
(10 500 : 10 000)

Прираст на печалбата:

във фирма А – 12,5% (2 250 : 2 000 * 100 = 112,5%)

във фирма Б – 20% (2400 : 2000 * 100 = 120%)

Колкото показателят за оперативния ливъридж е по-голям, толкова и рискът в дадена фирма е по-голям, но в същото време толкова и възможностите за по-висока печалба и възвръщаемост са по-големи. Оттук следва, че фирми, които имат по-голям дял на постоянните разходи в общите разходи /това са предимно по-големите фирми/, при по-неблагоприятни обстоятелства са изложени на по-голям риск, отколкото фирми, които имат по-малък дял на постоянните разходи /това са сравнително малките фирми/. Същевременно обаче, големите фирми имат многократно по-големи възможности за успех – увеличаване на оперативната печалба в резултат на увеличаване на мащабите на производството и пълното натоварване и използване на производствения капацитет.

Докато оперативният ливъридж се използва за измерител на бизнесриска, финансовият ливъридж се използва за измерител на финансовия риск във фирмата. Прието е показателят за финансовия ливъридж / DFL или ФЛ/ да се изчислява като отношение на брутната печалба /печалбата преди лихви и данъци/ към брутната печалба /след лихви/:

$$\text{ФЛ} = \text{Брутна печалба} / (\text{Брутна печалба} - \text{Лихви}) = \\ = \text{Брутна печалба преди данъци и лихви} / \text{Брутна печалба след лихви (облагаема печалба)}$$

Колкото е по-голям финансовият ливъридж, толкова по-голяма е пропорцията между печалбата преди и след лихви и толкова по-силно ще бъде влиянието на изменението на обема на продажбите върху изменението на брутната печалба, а оттам и върху изменението на нетната печалба / печалбата след данъци/.

Използването на финансовия ливъридж за измерване и оценяване на риска е илюстрирано в Таблица 4 чрез данните за фирма А и фирма Б:

Таблица 4

Показатели	Мярка	Фирма А	Фирма Б
1.Брутна печалба (печалба преди лихви и данъци)	Хил. лв.	2000	2000
2.Лихви по кредити		200	1000

3. Брутна печалба след лихви (облагаема печалба)		1800	1000
--	--	------	------

Степента на финансовия ливъридж е следната:

$$\Phi L_A = 2000 / 1800 = 1,11$$

$$\Phi L_B = 2000 / 1000 = 2$$

Изчисленото съотношение „брутна печалба – облагаема печалба“ показва, че във фирма А за реализиране на 1% облагаема печалба са необходими 1,11% по-голяма брутна печалба преди лихви, а във фирма Б за 1% облагаема печалба са необходими 2% по-голяма брутна печалба.

Чрез финансовия ливъридж може да се даде бърза индикация за ефекта на различните промени в продажбите върху печалбата. Така например, увеличението на продажбите и респективно на брутната печалба във фирма А с 1% ще доведе до увеличение на облагаемата печалба с 1,11%, а във фирма Б увеличението на продажбите с 1% ще доведе до увеличение на облагаемата печалба с 2%. Това е при условие, че със същия заемаен капитал и същия размер на лихвите се постигне този растеж. Тук се включва ефектът на финансовия лост или на финансовия мултипликатор.

Обратно, ако във фирма А се намали с 1% обемът на продажбите, тогава облагаемата печалба ще се намали с 1,11%, а във фирма Б на всеки процент намаление на продажбите ще следва 2% намаление на облагаемата печалба – оттам и на чистата печалба.

Ако обемът на продажбите се увеличи с 10%, ще настъпят изменения в обема на облагаемата печалба – Таблица 5.

Таблица 5

Показатели	Прогноза	
	Фирма А	Фирма Б
1. Продажби	11 000	11 000
2. Брутна печалба	2 200	2 200
3. Лихви	200	1 000

4.Облагаема печалба	2 000	1 200
---------------------	-------	-------

Прирастът на продажбите в двете фирми е 10%(11 000 : 10 000 *100= =110%), а на брутната печалба също е 10%(2200 : 2000 * 100 = 110%).

При 10% увеличение на продажбите и на брутната печалба прирастът на облагаемата печалба във фирма А е 11% (2000 : 1800 * 100 = =111%) и във фирма Б - 20% (1200 : 1000 * 100 = 120%).

Колкото показателят за финансовия ливъридж е по-голям, толкова и финансовият риск е по-голям, но в същото време толкова и възможността за по-голяма печалба и възвръщаемост са по-големи. Следователно фирми, които имат повече заемен капитал и плащат повече лихви по кредити, при неблагоприятни обстоятелства са изложени на по-голям риск в сравнение с фирми, които ползват по-малко банкови кредити и плащат по-малко лихви. От друга страна, фирмите, които ползват чужд /привлечен/ капитал, имат многократно по-големи възможности да повишат възвръщаемостта на собствения капитал в сравнение с фирми, които имат по-малък заемен капитал.

Между оперативния и финансовия ливъридж има тясна връзка и взаимодействие. Така при висока и нарастваща оперативна печалба и оперативна рентабилност, финансовият лост действа като мултипликатор на възвръщаемостта на собствения капитал, а при ниска и намаляваща оперативна печалба и рентабилност, финансовият лост действа като мултипликатор на загубата и отрицателната възвръщаемост на собствения капитал.

Като алтернативен показател за измерване и оценяване на финансовия риск може да се използва показателят, изчислен като отношение на промените във възвръщаемостта на собствения капитал спрямо промените в постоянните /фиксираните/ финансови разходи:

ФЛ = Изменение във възвръщаемостта на собствения капитал / Изменение във фиксираните финансови разходи = $\Delta ROE / \Delta FFC$

Изчислен по този начин, показателят за финансов ливъридж показва потенциалното използване на фиксираните финансови разходи /лихви/ за усилване на

ефекта от промяната на brutната печалба след лихви /облагаемата печалба/ върху възвръщаемостта на собствения капитал.

Общият ливъридж /DTL/ или ($L_{\text{общ}}$) е произведение на оперативния и на финансов ливъридж:

$$L_{\text{общ}} = \text{ОЛ} * \text{ФЛ} \quad \text{или} \quad \text{DTL} = \text{DOL} * \text{DFL}$$

Този показател сочи потенциалното използване на постоянните /фиксираните/ разходи – оперативни и финансови /лихви/, за усилване на ефекта от промяната на приходите от продажби върху изменението на доходността /възвръщаемостта/ на собствения капитал.

Общият ливъридж е измерител на общия риск във фирмата /бизнес риск и финансов риск/. Той дава много бърза индикация за ефекта на различните промени в продажбите върху величината на облагаемата, а оттам и на чистата /нетна/ печалба на фирмата. Този измерител показва, че при изменение на продажбите с 1% печалбата ще се измени в същата посока с величината на общия ливъридж. На тази основа може да се прецени каква е величината на риска и на шанса за успех на всяка фирма при всеки конкретен вариант, без да е необходимо да се правят сложни разчети за прогнозния отчет за приходите и разходите, прогнозен баланс и прогнозни обобщаващи финансово-икономически показатели.

4. Възвръщаемост и риск в някои водещи предприятия през периода на приватизацията - състояние и тенденции в изменението им

За експериментиране на практическото приложение разглежданите методи и показатели за измерване и оценяване на риска ще се спрем на едно изследване, направено в около 25 фирми от различни отрасли и подотрасли на националната икономика, включени в програмите за масова и касова приватизация. Направени са анализи на тяхното състояние за периода 1993 – 1995г. и прогнози за очакваната възвръщаемост и риск в три варианта – песимистичен, реалистичен и оптимистичен, в зависимост от възможните промени във външната среда.

Прогнозите за очакваната нетна възвръщаемост на активите /капитала/ са направени върху основата на предвидените равнища за натоварване на капацитета в отделните предприятия, както и на прогнози за очакваната вероятност за събдяване на отделните варианти. Най-голяма тежест е определена за реалистичния вариант – 45 – 50%, за песимистичния – 35% и за оптимистичния – 20%.

Резултатите от направените изчисления са обобщени в долуизложените таблици.

Таблица 6

№	Фирма	199 3г. ROE	199 4г. ROE	1995г.				
				R _{про} д	TAT	ROI	L	RO E
I.	Нефтохимическа, химическа и фармацевтична промишленост							
1.	Соди – ЕАД, Девня	0,18	1,75	0,35	0,85	0,30	1,33	0,39
2.	Нефтохим – АД, Бургас	4,26	-0,88	1,0	-1,76	-1,76	3,14	-5,52
3.	Биовет – ЕАД, Пещера	0,66	13,34	2,53	0,82	2,07	1,61	3,33
4.	Биомас – ООД, Русе	0,03	0,09	0,06	1,93	0,12	1,27	0,16
II.	Машиностроене, корабостроене и металообработване							
5.	Кораборемонт ен завод – Варна	-0,02	0,01	0,02	1,38	0,03	1,21	0,04
6.	Складова техника-Г.Оряховица	0,006	0,019	0,016	1,64	0,027	1,35	0,035
7.	Спартак – ЕАД, Бургас	0,90	-19,01	7,35	0,45	3,28	1,03	3,37
8.	Хан Кубрат – ЕАД, Кубрат	-16,03	0,10	0,01	0,237	0,24	1,12	0,27
III.	Парфюмерийна, тютюнева промишленост							
9.	Ален мак – ЕАД, Пловдив	-0,7	0,27	0,10	1,52	0,16	2,96	0,46
10.	Българска роза-ЕАД, Пловдив	-0,02	0,002	0,05	1,73	0,09	1,89	0,17

11.	Плевен - БТ	-0,1	0,08	-0,01	1,41	-0,02	2,5	-0,05
12.	Пловдив - БТ	-0,07	0,11	0,02	2,14	0,03	1,67	0,05
IV.	<i>Туризм</i>							
13.	Златни пясъци - ЕАД, Варна	-6,8	-0,17	3,24	0,44	1,44	1,42	2,05
14.	Слънчев бряг - ЕАД, Несебър	-0,68	6,92	4,59	0,55	2,54	1,16	2,95
15.	Слънчев ден - ЕАД, Варна	-0,31	1,91	0,70	0,38 6	0,27	1,18	0,32
16.	Варненски бряг - ЕАД, Варна	0,05	0,13	0,06	1,00	6,0	1,06	6,0
V.	<i>Хранително-вкусова промишленост</i>							
17.	Хлебопроизв. и търговия, Варна	1,87	8,29	1,85	6,97	12,8 7	1,20	15,43
18.	Витамина - ЕАД, Пазарджик	- 30,18	-59,0	- 131,0	0,34	-44,5	4,12	- 183,7
19.	Кристал - 91 - ЕООД, Пловдив	- 0,004	0,15	0,09	3,92	0,38	1,50	0,57
VI.	<i>Шевна и текстилна промишленост</i>							
20.	Дружба СТИЛ - ЕАД, Варна	-0.02	0,27	0,02	1,67	0,04	2,15	0,08
21.	Янтра СТИЛ - ЕАД, Бяла	1,55	6,96	5,89	0,97	5,73	1,74	9,99
VII.	<i>Фаянсва и керамична промишленост</i>							
22.	Фаянс - ЕАД, Кюстендил	527	26,2	8,78	1,53	13,4 8	1,28	17,22
VII I.	<i>Дървообработваща промишленост</i>							
23.	Фазер лес - ЕАД, Силистра	-9,2	-0,3	1,0	1,11	1,1	1,4	1,5
24.	УНИПАК - ЕАД, Павликени	5,53	20,55	5,42	3,73	20,2 1	1,69	34,15
25.	Мебел лукс - ЕООД, Сливен	1,5	2,0	5,0	1,36	6,2	1,18	7,3

Данните, систематизирани в Таблица 6, дават информация за състоянието и тенденциите в изменението на нетната възвръщаемост на собствения капитал и на капитала като цяло за периода 1993 - 1995г. и за

факторите, които са обусловили тази възвръщаемост през 1995г. в изследваните предприятия.

Сравняването на нивото на тези показатели с избран критерий /планова цел, еталонно ниво, достигнато средно ниво в отрасъла, безрискова норма на възвръщаемост и др./ дава възможност да се установи отклонението и на тази основа да се направи оценка на риска, свързан с функционирането на дадената фирма.

Ще изследваме това отклонение спрямо безрисковата норма на възвръщаемост, която се разглежда като базисен алтернативен вариант за инвестиране. Посоченото отклонение, което е известно като „мярка на рентабилността“, е не само измерител на риска, но и един от обобщаващите съвременни критерии за оценяване ефективността на бизнеса и формата на икономическия растеж. Когато действителната възвръщаемост е по-ниска от безрисковата норма, тогава е налице губещ /неефективен/ икономически растеж и рискът за дадения бизнес е много по-голям.

Анализът на данните от Таблица 6 дава основание да се направи обобщаващият извод, че изследваните фирми, а и икономиката като цяло са функционирали през този кризисен период с много ниска ефективност и при много голям риск.

Така например, изследваните предприятия от нефтохимическата, химическата и фармацевтичната промишленост са с ниво на възвръщаемост на капитала от -1,76% /"Нефтохим" – АД, Бургас за 1995/ до 1,93% /"Биомас"-ООД, Русе/. Възвръщаемостта на собствения капитал е също много ниска – за 1995г. тя варира в посочените предприятия от -5,52% до 3,33%.

Аналогични са резултатите в разглежданите предприятия от машиностроенето, корабостроенето, кораборемонта и металообработващата промишленост. При тях възвръщаемостта на собствения капитал за 1995г. варира от 0,035% до 3,37%, а на капитала като цяло – от 0,027% до 3,28%.

Много ниска е ефективността и в останалите фирми от тютюневата, парфюмерийната, хранително-вкусовата,

шевната и текстилната, фаянсовата и керамичната, дървообработващата, хартиената и мебелната промишленост, а също и в туризма.

Анализът на факторните показатели за възвръщаемостта дава възможност да се разкрият причините, обусловили тази обща ефективност и общ риск, тъй като чрез нивото на рентабилността на продажбите може да се съди за величината на пазарния риск, чрез нивото на обръщаемостта - за производствения риск, а чрез мултипликатора /финансовия лост/ - за финансовия или кредитния риск.

Нека да разгледаме по-детайлно резултатите от количествения факторен анализ на възвръщаемостта на капитала като цяло и на собствения капитал в пет от разглежданите предприятия за 1995г.:

„Соди” - АД, Девня:

$$ROI = 0,30 = 0,35 * 0,85$$

$$ROE = 0,39 = 0,35 * 0,85 * 1,33$$

„Нефтохим” - АД, Бургас

$$ROI = -1,76 = 1,0 * (-1,76)$$

$$ROE = -5,52 = 1,0 * (-1,76) * 3,14$$

Кораборемонтен завод - Варна

$$ROI = 0,03 = 0,02 * 1,38$$

$$ROE = 0,04 = 0,02 * 1,38 * 1,21$$

Плевен - БТ

$$ROI = -0,02 = -0,01 * 1,41$$

$$ROE = -0,05 = -0,01 * 1,41 * 2,5$$

„Витамина” - ЕАД, Пазарджик

$$ROI = -44,5 = -131 * 0,34$$

$$ROE = -183,7 = -131 * 0,34 * 4,12$$

Данните показват, че в три от разглежданите предприятия е налице отрицателна възвръщаемост на капитала и на собствения капитал, а в останалите тя е много ниска. Главните причини за това са негативното влияние на основните фактори на възвръщаемостта:

1. Ниска и отрицателна рентабилност на продажбите, сигнализираща за голям пазарен риск;

2. Ниска обръщаемост на капитала - от 0,34 оборота за годината до 1,38 оборота, сигнализираща за голямо натоварване на капацитета и голям производствен риск;

3. Високи стойност на мултипликатора на собствения капитал (от 1,21 до 4,12), сигнализиращи за голям финансов риск.

Данните показват, че почти във всички изследвани предприятия за периода 1993 -1995г. големият пазарен, производствен и финансов риск са обусловили големия общ фирмен риск от функционирането на бизнеса в почти всички отрасли на националната икономика, а тези видове риск са довели до ниска /дори отрицателна/ обща ефективност на производството, т.е. до силна декапитализация на фирмите. На тази основа в почти всички предприятия е налице неутрална и отрицателна добавена икономическа стойност, което от своя страна води и до отрицателна добавена пазарна стойност, т.е. до пазарна цена на капитала, която е далеч под номиналната му стойност.

Основните причини за неефективното функциониране на фирмите през периода 1991 - 1997г. се свързва с негативното влияние на външната макро- и микрообкръжаваща среда, но и с големите вътрешни слабости на мениджмънта - както на управляващите мениджъри, така и на държавата, собственик на капитала в държавните фирми.

Отрицателното влияние на външната среда върху бизнеса намира израз във високата инфлация и лихвени проценти, непрекъснатата девалвация на лева, изгубването на традиционните пазари, кризата в покупателната способност в страната, настъпилата финансова криза и др.

Вътрешните възможности на фирмите са блокирани от „спирачките на търсенето“, „финансовите спирачки“ и „управленските спирачки“. Особено силно негативно влияние в разглеждания период оказват „управленските спирачки“. От една страна, преобразуваните съгласно Търговския закон фирми са отделени от държавата, но, от друга страна, техните права да се разпореждат с капитала също са ограничени. Извеждането на държавата като собственик от участие във формиране на съвместна стратегия по управлението на капитала се отразява негативно и върху формирането и осъществяването на

ефективна стратегия на управление на активите на фирмите от страна на мениджърите.

Преходът към пазарна икономика заварва фирмите без собствен оборотен капитал, а високата инфлация и лихвени проценти засилват негативното влияние на финансовия риск върху тяхната дейност. Политическата, икономическата и социалната нестабилност, засиленият натиск от страна на синдикатите върху мениджмънта допълнително засилват невъзможността на мениджмънта да оптимизира и ефективно да използва основните производствени фактори – труд, капитал, материални фактори.

„Управленските спирачки“ не дават възможност да се внедри стратегическото управление във фирмите, а липсата на ефективна координация между основните управленски и функционални дейности се отразява негативно върху реализацията на избраната стратегия.

Основните слабости и грешки, допускани от мениджмънта през разглеждания период, някои от които продължават да се допускат и сега, се свеждат до следното:

1. За продължителен период от време /1990 – 1997г./ мениджмънтът е допуснал повечето от фирмите да работят при много ниска степен на натоварване на капацитета /10% - 40%/. Това се дължи както на спадането на покупателната способност и на търсенето на вътрешния пазар около 4-6 пъти, така и на изгубването външните пазари и рязкото спадане на конкурентоспособността вследствие на увеличаването на цените на суровините, материалите, енергоносителите и на другите производствени разходи. Всичко това води до рязко спадане на обръщаемостта на активите и до нарастване на производствения риск.

2. През целия период и по всяка вероятност през следващите няколко години фирмите ще продължат да изпълняват неоптимален производствен вариант, характеризиращ се с неефективно използване на капиталовите ресурси, инвестирани в дълготрайни материални активи, а също така и на трудовите ресурси, които не са приведени все още в съответствие с новото по-

ниско ниво на производство. В резултат на това производителността на труда рязко спада, а заедно с нея се понижава и нивото на номиналната и реалната работна заплата.

3. През изследвания период за целенасочена и ефективна инвестиционна политика, насочена към хармонично инвестиране на капитали в проекти, не може да се говори. Основна причина за това е нарушеният баланс между процесите на инвестиране и финансиране. Поради ниската рентабилност и пазарна ефективност на произвежданите продукти, политиката на изземване на доходите от страна на държавата и др., фирмите остават без собствени финансови източници, а цената на заемния капитал е твърде висока, което засилва още повече негативното влияние на финансовия мултипликатор, а оттам и на финансовия риск. Взаимната задлъжнялост между фирмите и доставчиците, както и задлъжнялостта към държавата и социалното осигуряване достигат колосални мащаби.

Дотолкова, доколкото се осъществява инвестиране, то се свежда главно до извършване на годишните основни ремонти и на текущата поддръжка на все по-застаряващите и неефективно функциониращи машини, технологии и оборудване.

Поради недостига на акумулирани собствени финансови ресурси чрез начисляваните амортизации ежегодно се нарушава принципът на минималното финансово равновесие. Принципът амортизациите да се използват за обновяване на активите и за връщане на взетите назаем постоянни капитали на практика не може да бъде следван, тъй като чрез амортизациите се осигуряват само около 10% от необходимите финансови ресурси за основен и текущ ремонт на оборудването. Принципът дълготрайни активи да се закупуват с постоянни /фиксиращи/ капитали също не се спазва.

В резултат на допусканияте грешки в областта на финансовия мениджмънт фирмите не притежават чисти оборотни капитали, включително и собствени оборотни капитали, което ги лишава от полето на сигурността. За фирмите през разглеждания период е характерна финансова несигурност и нарушена платежоспособност както в краткосрочен, така и в дългосрочен план.

4. Научноизследователската и развойната дейност е сведена до минимум. Дотолкова, доколкото в някои фирми тя съществува, е насочена към подобряване на екологичната сигурност и опазването на околната среда, по-ефективното използване на енергоносителите и оползотворяване на енергията чрез производство на други съпътстващи продукти, произвеждани със същите технологии, замяна, реконструкция и модернизация на съществуващите мощности и др. Редица разработки за нови технологии и продукти не могат да бъдат внедрени поради липса на необходимите инвестиции.

Удължаването на жизнения цикъл на амортизираните и вече откупени инвестиционни проекти води до загубване на нискоразходното лидерство и конкурентоспособността на произвежданите продукти на нашия и на външните пазари, до намаляване на рентабилността на продуктите и на покриваемия принос, а оттам – и до нарастване на пазарния риск, намиращ израз в оперативния ливъридж.

5. Неразвитата маркетингова функция в много от фирмите показва, че те все още не са се превърнали в маркетингови организации, т.е. в такива, които могат гъвкаво да се приспособяват към променящите се пазарни условия.

Недостатъчно развитата и с недостатъчна зрялост иновационна функция, слабостите в производствения и финансовия мениджмънт, както и слабостите на другите функции намаляват конкурентната способност на нашите фирми. Неинвестирането на „управленски услуги“ в качеството на продуктите и в реклама са двата най-големи недостатъка както на функционалните направления, така и на мениджмънта като цяло, тъй като това са най-важните двигатели на конкурентоспособността на фирмите в новите пазарни условия.

6. Растежът на фирмите е невъзможен без тотално усъвършенстване на мениджмънта като цяло и на синхронизацията между организиране, планиране, ръководство и контрол. Управлението на промяната е най-актуалното предизвикателство, което стои пред мениджмънта във всяка фирма.

Данните, систематизирани в Таблица 7, дават информация за прогнозираната очаквана нетна

възвръщаемост на активите /капитала/ при прогнозирана вероятност за сбъждане на отделните варианти и влияние на факторите на външната и вътрешната среда върху икономическото развитие. На тази основа са изчислени средната възвръщаемост, отклонението от очакваната средна възвръщаемост, дисперсията и стандартното отклонение за изследваните предприятия. За ниво на възвръщаемост при песимистичния вариант е прието достигнатото ниво през 1995г. За измерител на величината на риска приемаме стандартното отклонение.

Таблица 7

№	Фирма	Очаквана нетна възвръщаемост			Сред на възв р.	Отк ло нени е	Дис- пер- сия	Стан д. откл о нени е
		Пес.	Реал .	Опт.				
I.	Нефтохимическа, химическа и фармацевтична промишленост							
1.	Соди - ЕАД, Девня	0,39	7,07	9,66	5,25	1,56-8,94	13,64	3,69
2.	Нефтохим АД, Бургас	-1,76	22,94	37,04	20,64	16,65-24,63	15,95	3,99
3.	Биовет - ЕАД, Пещера	0,84	5,70	7,32	4,32	1,69-6,01	6,9	2,63
4.	Биомас - ООД, Русе	12,36	22,91	26,63	19,96	14,21-25,75	33,04	5,75
II.	Машиностроене, корабостроене и металообработване							
5.	Кораборемонтен завод - Варна	2,4	9,4	12,8	7,63	3,59-11,67	16,33	4,04
6.	Складова техника-Г.Оряховица	2,93	6,01	13,99	6,63	0,94-12,12	31,24	5,59
7.	Спартак ЕАД,	0,85	2,85	6,0	2,78	0,94-4,62	3,39	1,84

	Бургас							
8.	Хан Кубрат - ЕАД, Кубрат	0,24	6,04	12,92	5,38	3,45-7,31	3,72	1,93
III. Парфюмерийна, тютюнева промишленост								
9.	Ален мак - ЕАД, Пловдив	20,25	35,96	47,98	33,45	24,2-42,7	85,54	9,25
10.	Българска роза-ЕАД, Пловдив	17,93	30,11	40,66	27,95	20,33-35,57	58,06	7,62
11.	Плевен - БТ	14,26	34,87	50,95	30,78	17,29-44,45	184,4	13,58
12.	Пловдив - БТ	7,58	19,75	29,55	17,45	9,34-25,26	65,76	8,11
IV. Туризм								
13.	Златни пясъци - ЕАД, Варна	1,44	1,81	4,23	2,17	0,42-3,92	3,04	1,75
14.	Слънчев бряг - ЕАД, Несебър	2,55	2,82	10,98	4,36	0,18-8,54	17,47	4,18
15.	Слънчев ден - ЕАД, Варна	0,27	1,58	3,68	1,54	1,37-1,71	0,03	0,17
16.	Варненски бряг - ЕАД, Варна	6	15	21	13	7,85-18,15	26,5	5,15
V. Хранително-вкусова промишленост								
17.	Хлебопроизв. и търговия, Варна	12,87	27,29	35,67	23,92	15,23-32,61	75,49	8,69
18.	Витамина - ЕАД, Пазарджик	-0,17	-0,049	-0,046	-0,091	-19,17-18,99		19,08
19.	Кристал - 91 - ЕООД, Пловдив	12,76	26,53	52,17	26,84	12,78-40,9	197,7	14,06
VI. Шевна и текстилна промишленост								
20.	Дружба СТИЛ - ЕАД, Варна	4,0	13,19	14,57	10,25	5,64-14,86	21,29	4,61

21.	Янтра СТИЛ - ЕАД, Бяла	4,92	7,23	8,91	6,76	5,28- 8,24	2,20	1,48
VII. Фаянсва и керамична промишленост								
22.	Фаянс - ЕАД, Кюстендил	13,48	36,30	56,9 3	32,31	16,6- 48	246, 6	15,71
VII I. Дървообработваща промишленост								
23.	Фазер лес - ЕАД, Силистра	4,05	9,72	17,0 2	9,20	4,5- 13,8 5	21,6	4,65
24.	УНИПАК - ЕАД, Павликени	20,21	31,29	38,8 4	28,92	21,9 4- 35,9	48,7 6	6,98
25.	Мебел лукс - ЕООД, Сливен	6,2	11,24	11,3 9	9,51	7,07- 11,9	5,93	2,43

Данните показват, че ако промените в икономическите условия /вътрешни и външни/ доведат до нарастване на нивото на натоварване на мощностите, особено след приватизацията на предприятията, може да се очаква нарастване на възвръщаемостта на капитала. Тази алтернатива обаче е с вероятност до 45-50%. В случай, че не се променят условията, което в прогнозите е заложено с вероятност около 35%, достигнатото ниско равнище на възвръщаемост ще се запази и в бъдеще.

Очакваната средна възвръщаемост на активите от прогнозираните варианти при различното влияние на факторите на средата показва, че фирмите притежават значителен потенциал и големи възможности за повишаване на ефективността от своята дейност, ако оползотворят дори част от възможностите, произтичащи от ефекта на мащаба. Тъй като това са фирми с голям капацитет, големи са и техните възможности за по-висока ефективност, но едновременно с това и рискът /пазарен, производствен и финансов/ е също много голям, ако техните възможности се оползотворят.

Стандартното отклонение на възвръщаемостта като измерител на риска е високо и за различните фирми варира от 1,75 до 13,58. Фирмите с много висок риск са от тютюневата и парфюмерийната промишленост, машиностроенето и кораборемонта, химическата промишленост.

На тази основа възвръщаемостта на капитала се колебае в големи граници в зависимост от факторите на средата. Така например данните показват, че в „Соди” – АД, Девня отклонението от средната възвръщаемост може да варира от 1,56% до 8,94%, в Кораборемонтния завод във Варна – от 3,59% до 11,67%, в Складова техника, Г. Оряховица – от 0,94% до 4,62%, в „Ален мак” – АД, Пловдив – от 24,2% до 42,7% и т.н.

5. Заключение

Базирайки се на гореизложените теоретични и практико-приложни аспекти на риска, на неговата диагностика и управление, можем да направим следните изводи:

Пазарната икономика поставя много високи изисквания към бизнеса, който се осъществява в променлива среда. Състоянията на тази среда могат да се прогнозира и на всеки вариант на решение съответстват вероятностни изходи. Ето защо управлението на риска е важна предпоставка за усъвършенстване на мениджмънта и повишаване на неговата ефективност, за формиране на ново отношение на мениджърите към риска, за прилагане на нови критерии за оценяване на бизнеса, произтичащи от съвременната теория на растежа, за постигане на печеливш растеж.

Ефективното управление на риска е невъзможно без предварително да бъде изяснена неговата същност, без да бъдат разкрити връзката и взаимните зависимости между риск, възвръщаемост и цена на капиталовите активи. Затова разработването на разгърнати класификации за видовете риск и възвръщаемост и за методите и начините за тяхното измерване има голямо методологическо значение.

Фирмената диагностика, оценяването на риска и зависимостта на фирмените резултати от промените във факторите на средата изискват да бъде разгледан всеобхватен инструментариум, включващ разнообразни

икономически методи, критерии и показатели за измерване и оценяване на риска при функционирането на фирмите. Важно значение има и избирането на критерий, спрямо който се измерва и оценява отклонението от очакваните резултати при разработване на различните варианти за развитие на бизнеса.

Експериментирането на методологическия инструментариум за управление на риска по отношение на редица предприятия през периода на приватизацията дава основание да се потвърди неговата практическа приложимост.

БИБЛИОГРАФСКА СПРАВКА

1. Михайлов, М., Н. Конов, Финансово – икономически анализ на предприятието, Изд. „Христо Ботев“, София, 2003г.
2. Драганов, Хр., Управление на риска във фирмата, ИК „Призма“, София, 2001
3. Дончев, Д., Теория на риска, ИК „Труд и право“, София, 2001
4. Тодоров, Т., Статистика за мениджъри, ИК „Призма“, София, 2004
5. Каменов, К., Ситуационен мениджмънт, Изд. „Христо Ботев“, София, 2003